

## 부동산 개발사업의 위험 회피를 위한 PFV(Project Finance Vehicle)의 역할과 개선방안에 관한 연구

A Study on Role of Project Finance Vehicle on and  
Its Contribution to Hedging Real Estate Project Risks

김 진 (Kim, Jin)\*

서 정 렬 (Suh, Jeong-Yeal)\*\*

### < Abstract >

The PFV(Project Finance Vehicle) system, enforced since 2004 to solve the double taxation problem between a SPC(Special Purpose Company) and its shareholders, has shown a desirable performance regarding tax benefits both for PPP(Public-Private Partnership) and private development projects. Besides, we have the evidence of PFV's contribution to reducing project risks through conservative market studies, active pre-sales and/or master leases of commercial real estates to property investors, efficient risk diversifications among project participants, e.g. governments and/or government-sponsored firms, construction companies, financial institutions, hotel franchises, mall managers and other strategic investors. Reducing project risks, in turn, lets lenders assure of a PFV's loan repayment. Though, it leaves some institutional supports to attract more development projects into the system: first, the cap on financial institution's direct investment on PFV and the qualification of their indirect investment, e.g. a private equity fund, need to be released. Second, on behalf of small and medium-sized projects, the minimum requirement of a PFV's equity is necessary to lower from the current level of five billion won. Also, public sector is required to change its practices to select a winning consortium by outbidding land prices and attracting foreign direct investment, which make many negative side-effects on project feasibility.

주 제 어 : 부동산개발사업, PFV, 특수목적법인, 위험완화, 이중과세

Keyword : Real Estate Development, Project Finance Vehicle, Special Purpose Company, Risk Hedge, Double Taxation

\* 기업은행 프로젝트금융부, kj9315@hanmail.net

\*\* 영산대학교 부동산·금융학과 조교수, jysuh@ysu.ac.kr

## I. 서론

### 1. 연구의 배경

최근 각종 부동산 개발 사업이 대형화되고 그 참여주체가 다양해지면서, 각 참여주체들과 재무적으로 독립되어 해당 사업의 현금흐름에 기초하여 재원을 조달하는 PF(Project Finance: 프로젝트금융)가 보편화되고 있다. PF에서는 해당 사업만을 영위하는 SPC(Special Purpose Company: 특수목적법인)가 납입과 차입의 대상이 되어, 각 참여주체의 재무 상태에 영향을 미치지 않으면서 사업재원을 조달하고 이익을 배분하는 투자도관체(Conduit) 역할을 수행한다(Nevitt et. al., 1995, p.1). 문제는 사업진행과정에서 SPC는 법인세를, 각 사업 참여자들은 배당에 대한 소득세를 각각 이중으로 납부하게 되고, 시행사 또는 조합이 SPC에 토지 등을 현물로 출자할 때 해당 현물에 대한 취·등록세 부과로 사업자가 SPC를 통한 사업진행을 기피하게 만드는 것이라 할 수 있다. 이에 정부는 상기한 세제상의 문제 개선, 금융기관의 프로젝트 참여를 통한 재원조달의 투명성 제고, 전문회사를 통한 자산관리의 효율성 증대 등을 목적으로 2004년 법인세법과 조세특례제한법의 일부 개정을 통하여 PFV(Project Finance Vehicle: 프로젝트금융투자회사)를 설립할 수 있는 법적 근거를 마련함과 동시에 SPC의 이중과세와 부동산 취·등록세 감면 등과 금융기관 출자 참여의 의무화, 자산운영 및 자금관리사무의 일괄위탁 등을 법제화하였다(김진, 2007b, p.32).

그러나, PFV 자체가 국내에 시행된 지 얼마 되지 않아서 부동산개발 전문가들조차 이에 익숙하지 않은 경우가 많고, 다분히 실무지향적인 분야로

서 학문적으로 체계화하는 작업도 아직 충분한 수준이라 하기 어렵다. 실제로 선행연구들은 이중과세의 해결과 투자도관체에 관심을 설정하거나, PFV의 설립요건과 절세효과에 초점을 맞추었다. 최근에는 공모형 PF사업들이 대부분 PFV방식으로 설립됨에 따라서, 공모형 PF사업의 추진사례, 공모지침서 분석, 공모기준 및 배점, 당선 컨소시엄 분석 등으로 관심이 옮겨가고 있다. 하지만, 실제 설립되어 운영되는 PFV의 현황과 운영상의 문제점, 개발사업별 구조와 참여 주체별 역할, 민간 개발사업에의 적용과 활용, 출자자로서의 금융기관의 역할과 기여, PFV를 통한 사업의 각종 위험 헷지(Hedge) 방안, 이에 수반하는 운영상의 문제점과 제도 활성화를 위한 현실적인 개선점 등에 대해서는 아직 선행연구가 많지 않다.

이에 본 연구는 현재 설립되어 진행 중인 PFV 사례들의 최근 동향을 분석하고, 공모형 및 민간 개발사업에서 추진되는 PFV들이 제반 사업위험을 헷지하는데 긍정적 및 부정적으로 기여하는 바를 대출취급기관의 사업위험평가라는 관점에서 분석하고, 동 제도를 활용하여 개발사업의 원활한 추진 및 대출 부실화 예방을 도모함에 있어서 현실적 및 제도적 제약요인들을 검토함에 그 목적을 설정한다. 이를 위해 본 연구는 첫째 PFV와 관련된 선행연구들을 살펴보고, PFV의 설립요건과 일반시행사업과의 사업 및 금융구조의 차이점을 고찰한다. 둘째, 고찰을 위한 개발사업의 유형을 공모형 PF사업과 민간개발사업으로 나누어서 PFV의 추진사례와 발전 동향을 살펴본 후, 금융기관의 사업위험평가 측면에서 부동산PF사업들이 직면하고 있거나 할 수 있는 각종 위험은 어떠한 것들이 있는지 그리고 PFV가 이를 헷지하는데 어떻게 유용한지를 분석한다. 셋째, PFV를 통하여 부동산개발사업을 추진하는 것에 현실

적인 문제점과 한계 그리고 이를 보완할 수 있는 제도적 대안을 제시하게 된다. 금융기관의 관점에서 분석한 본 연구의 결과는 현재 한국 금융위기의 한 원인으로 지목되는 부동산 PF대출의 부실화를 향후에는 사전적으로 예방할 수 있는 정책적 함의를 제공하게 된다.

## 2. 선행연구 분석

PFV와 관련된 기존 선행연구들은 크게 SPC와 출자자 양자 모두에 부과되는 이중과세문제의 해결방안과 투자도관체로서의 PFV에 관한 연구로 대별된다. 민태욱 외 1인(2002)은 미국의 유한 파트너쉽(Limited Partnership)제도의 국내 개발사업 활용을 위해서 부동산투자회사법에 이중과세 면제에 대한 근거조항 신설을 제안했었고, 서후석 외 1인(2007) 역시 상기 제도와 유사하게 사업의 무한책임을 지고 경영 및 투자자의결정을 담당하는 GP(General Partner)와 단순히 투자 및 이익배당만을 담당하는 LP(LP: Limited Partner)로 구성되는 투자도관체의 필요성을 강조하였다. 유한파트너쉽에서는 파트너쉽 자체가 법인세를 면제 받는 대신 각 파트너가 수입과 비용을 약정비율대로 나누어 받고 개인소득세에 가산하여 납세함으로써 이중과세가 방지되는 점, 부동산 현물출자 시 미실현 소득으로 간주되어 양도소득세가 이연되는 점 등의 세제혜택이 있으나, LP들이 일체 경영에 참여하지 못하면서, GP들의 경영성과에 따라서 수동적 손실(Passive Loss)을 의무적으로 분담해야 하는 점 등은 국내 부동산 개발사업에 그대로 접목하기 어려운 부분이 있는 것으로 지적되었다(김진, 2008, p.5). 2004년 PFV 법제화 이후에는 PFV의 설립요건과 절세효과 등에 연구의 초점이 맞추어졌는데, 선행연구들의 모의실험

결과, 법인세 및 취득·등록세 감면 등의 세제혜택은 일반시행사업에 비하여 비용의 0.5% 감소, 총 매출액 대비 3% 정도의 세후사업이익 개선효과가 있는 것으로 분석되었다(김승규, 2005, pp.46-48; 송민석 외 2인, 2007, pp.89-91).

최근에는 공모형 PF사업이 이전보다 활성화되면서 이에 대한 학계 및 민간의 관심이 높아지고 있으며, 공모형 PF사업의 법인형태로 PFV가 적용되는 사례가 늘어나면서 PFV의 발전적 적용방안이 구체적으로 논의되고 있다. 김영상(2007)은 공모형 PF사업의 개념과 사례를 소개하면서, 재무투자자(FI: Financial Investor)들의 참여목적이 현실적으로 PF대출자산의 확충에 그치고 있어서 다분히 전략적 투자자(SI: Strategic Investor)의 역할에 머무르고 있음을 지적하고 이들의 역할을 제고하고 참여를 활성화시킬 수 있는 방안들을 제안한 바 있다. 기업 자체에서도 관심이 증대되면서 (주)엠코(2008)는 최근 발간한 연구자료를 통해서 공모형 PF사업의 개념 정립, 추진사례, 공모의 제도적·사회적·계획적 특성 등을 정리한 바 있다. 또한 부동산분석학회에서도 춘계 학술심포지엄(2008)을 통해서 공모지침서의 기준(백인길), 사업계획서의 배점 및 평가방식(오동훈), 당선된 컨소시엄의 특성(심교언) 등 공모과정에 대한 심층적인 분석이 진행되었다.

## II. 프로젝트 파이낸싱(PF)을 위한 PFV의 설립요건과 구조

### 1. PF를 위한 PFV의 설립요건과 세제혜택

전통적인 기업대출은 담보대출과 신용대출로

대별되는데, 양자는 각각 기업의 담보제시능력과 기업신용도에 좌우된다. 기업이 이 두 요인에 의해서 신규사업의 재원을 조달할 경우, 해당 사업의 사업성과 무관하게 금융조달비용이 결정되고, 조달 후의 기업 재무건전성이 악화될 뿐 아니라, 사업성이 우수한 사업조차 동 기업의 재무상태에 영향을 받는 문제가 나타난다. 반면 PF는 특정 사업만을 전담할 목적으로 설립되는 SPC가 해당 목적물을 건설한 후 분양 또는 운영을 통하여 발생하는 현금흐름을 담보로 대출을 일으키기 때문에, 해당 사업이 사업참여자들의 재무상태에 미치는 영향이 미미하며, 반대로 각 참여자들의 재무상태가 해당 사업의 현금흐름에 영향을 미치지 않는다. PF는 이러한 비소구성과 재무적 이점(실(實)차주의 대차대조표 외 금융, 부채수용능력(Debt Capacity) 확대, 엑스포저(Exposure)<sup>1)</sup> 초과) 못지않게, 시행

사, 건설회사, 금융기관, 설계회사, 분양회사, 전문운전자 및 공공기관 등 다양한 주체들이 각각의 전문성을 가지고 참여하므로, 사업위험 자체를 저감시키고 주간사의 재원조달부담을 경감시키는 이점이 있다(Tinsley, 2000, pp.1-6). 무엇보다 대출약정에 의하여 차주인 SPC의 추가사업 영위가 엄격하게 금지되기 때문에 여러 사업주체가 참여하더라도 SPC의 대상사업이 단일화되어 대주는 사업의 현금흐름 및 SPC와 관련된 모든 자산, 계약, 계좌 등에 손쉽게 담보조치를 취할 수 있고, 추가사업으로 인한 차주의 우발채무위험 역시 사전에 헷지할 수 있게 된다.

자원개발사업, 항공기 및 선박금융, SOC(Social Overhead Capital: 사회간접자본)사업 등을 위주로 발전해온 SPC들은 외환위기 이후 부동산 투자분야에도 적용되기 시작하였다. 대출채권·공

〈표 1〉 SPC의 유형과 주요사항

| 구분       | 유 동 화<br>전문회사                    | CRV                 | CR-<br>REITs | 위탁형<br>REITs         | 부동산<br>펀 드     | 부 동 산<br>투자신탁        | PFV             |
|----------|----------------------------------|---------------------|--------------|----------------------|----------------|----------------------|-----------------|
| 근거<br>법률 | 자산유동화에<br>관한 법률                  | 기업구조<br>조정투자<br>회사법 | 부동산<br>투자회사법 | 부동산<br>투자회사법         | 간접자산<br>투자운용업법 | 신탁업법                 | 법인세법<br>조세특례제한법 |
| 설립<br>인가 | 금융감독위                            | 금융감독위               | 국토해양부        | 국토해양부                | 금융감독위          | 금융감독위                | 없 음<br>세무청 신고   |
| 최소<br>자본 | 10억원                             | 5억원                 | 100억원        | 100억원                | NA             | NA                   | 50억원            |
| 현물<br>출자 | NA                               | 가능                  | 일부           | 일부                   | 가능             | NA                   | 가능              |
| 투자<br>대상 | 대출채권, 외상<br>매출금, 부동산<br>등 현금성 자산 | 구조조정<br>기업의 자산      | 구조조정<br>부동산  | 부동산 및<br>부동산<br>관련증권 | 부동산 및<br>PF사업  | 부동산 및<br>부동산<br>관련증권 | PF사업            |
| 배당<br>기준 | NA                               | NA                  | 90% 이상       | 90% 이상               | 1~3년 단위<br>배당  | 발매시<br>이표이자          | 90% 이상          |

1) 우리말로 옮기면 ‘신용위험 노출한도’라 할 수 있다. 상업은행들은 기업대출에 따른 신용위험, 즉 리스크 노출을 효과적으로 통제하기 위하여, 신용도에 따라 기업별로 지급보증·기업대출 등을 포괄하는 엑스포저 한도를 설정하고, 동 기업에 대한 대출취급시 이 한도 내에서 운영하고 있다.



사대금매출채권 등을 자산담보부채권(ABS: Asset Backed Securities)으로 유동화하기 위한 유동화 전문회사, 기업구조조정 목적의 부동산을 유동화하기 위한 CRV (Corporate Restructuring Vehicle), 자산의 70% 이상을 기업구조조정 부동산에 투자하는 CR-REITs(Corporate Restructuring Real Estate Investment Trusts), 자산관리회사가 부동산 및 관련 유가증권에 자산을 운용하고 그 수익을 배당하는 위탁형 REITs, 개발사업 대출, 상업부동산 투자, 경매·공매부동산의 투자, 개발사업 수행 등을 목적으로 자산운용사가 운용하는 부동산펀드(REF: Real Estate Fund), 신탁고객의 수탁자산을 상업용 부동산 및 자산담보부채권·주택저당채권(MBS: Mortgage Backed Securities)·REITs 등의 유가증권에 투자하는 부동산투자신탁 등이 그것들이라 할 수 있다(<표 1> SPC의 유형과 주요 사항 참조).

PFV는 SPC 중에서 설비투자, SOC사업, 자원 개발사업, 부동산개발사업, 각종 복합개발사업 등으로 완성에 상당한 기간과 자금이 소요되는 특정 PF사업을 시행하고 그 사업이익을 주주에게 배분하기 위하여, 그 존립기간(2년 이상)이 정관에 명시되어 한시적으로 설립된 명목회사(Paper Company)이다(송민석 외 2인, 2007, p.61). 명목 회사이므로 본점 외 영업소와 직원 및 상근임원을 둘 수 없고, 직접 자산관리 및 자금관리가 허용되지 않기 때문에 자산의 관리·운영 및 처분 등은 출자자 또는 출자자가 단독 또는 공동으로 설립한 자산관리회사(AMC: Asset Management Company)에, 자금관리업무는 자금관리사무수탁회사(신탁업법에 의한 신탁업을 영위하는 금융기관)에 각각 위탁하여야 한다(자산관리회사와 자금관리사무수탁회사는 수탁한 PFV의 자산 및 자

금을 고유자산 및 고유계정과 구분하여 관리하게 된다). 현행 PFV는 특별법이 아닌 법인세법과 조세특례제한법의 일부 규정에 근거하고 있고, 최저 납입 자본금 50억 원 이상의 상법상 주식회사 이면서, 발기인 중 1인 이상이 금융기관(은행, 농·수협, 증권사, 종합금융사, 상호저축은행, 보험사, 신탁사, 새마을금고연합회, 국민연금 등)으로 구성되어, 금융기관의 총 출자비율이 5% 이상이어야 하며, 감사는 반드시 공인회계사법에 의한 회계법인에 소속된 공인회계사이어야 한다(주요 주주, 이사, AMC 및 자금관리수탁회사는 감사가 될 수 없다).

PFV가 위의 설립규정을 준수하면서, 배당 가능 이익의 90% 이상을 배당할 경우, 법인세 계산시 그 금액만큼 당해 사업연도의 소득금액에서 공제된다(법인세법 제51조의2, 시행령 제86조의2). 또한, PFV가 부동산 취득시에는 등록세와 취득세가 각각 50%씩 감면되고(각각 조세특례제한법 제119조 제⑥항 및 제120조 제④항), 대도시 지역 내 법인설립시 등록세 3배 중과세에서 배제된다(조세특례제한법 제119조 제⑦항). 전술한 대로, 법인세 및 취·등록세 감면 등은 일반시행사업에 비하여 비용의 0.5% 감소, 총매출액 대비 3% 정도 세후사업이익 개선효과를 줄 수 있다. 특히 사업규모가 크고 사업기간이 장기이면서 매출발생시점이 후반부에 놓여 있는 도시개발사업, 복합개발사업, 아파트·주상복합 등의 주택개발사업, 일반분양 보다는 상업시설의 장기임대에 초점을 맞추는 공모형 PF사업과 도심재개발사업 등에 그 효과가 상대적으로 크다고 할 수 있다. SOC사업의 경우에도 사업부지와 시설물의 소유권을 취득하는가 여부에 따라서 그 효과가 달라지겠지만, 적어도 SPC의 법인세 절감효과는 있

을 것으로 판단된다.

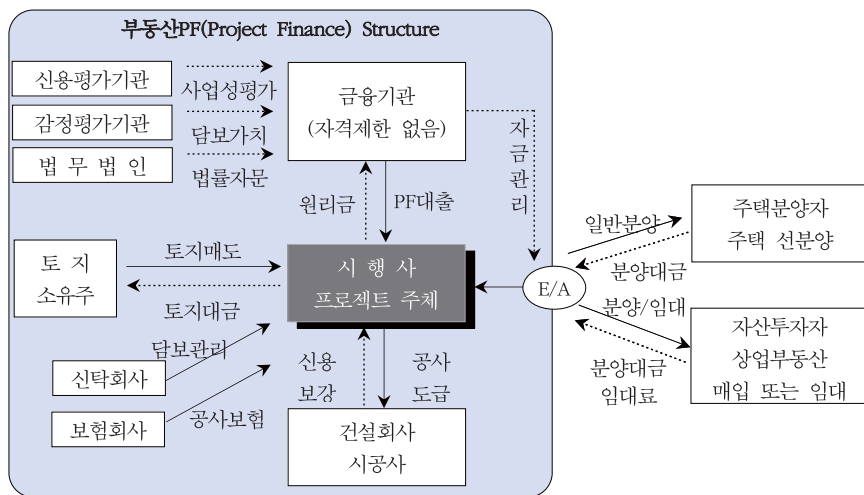
하지만, 이미 건설이 완료된 상업 부동산, 골프장 등을 SPC로 이전하여 이를 SPC가 운영하는 경우에는 해당 사업의 성격이 한시적이지 않고 사업내용이 자산운영에 국한되어, 통상적인 PF목적의 사업이라고 할 수 없으므로 PFV로 인정받기 곤란하다. 또한, SPC가 다른 법인과 실질적 공동사업형식으로 건물을 신축하는 사업을 수행하는 경우(주택사업자와 공동으로 주택사업을 추진하는 경우 제외)와<sup>2)</sup> SPC가 2개 이상의 실질적 사업을 수행하는 경우(단일 실시계획에 따라 다수의 건물 및 시설로 구성된 복합단지를 단계적으로 개발하는 경우 제외) 역시 PFV의 세제혜

택을 기대하기 어렵다.

## 2. 부동산개발사업의 PF금융구조

외환위기 이후 건설회사들의 자금조달이 위축되면서, 시행사들은 기존 시공사 대여방식에 의한 개발사업 재원조달이 곤란해지게 되었다. 반면, SOC사업 참여로 PF경험이 축적되어 있던 금융기관들을 위주로 수요 안정성 및 선분양을 통한 현금흐름 확보가 가능한 아파트와 주상복합사업들이 새로운 PF대출의 대상으로 검토되게 되었다. 건설회사들은 자체사업과 대여방식처럼 직접적으로 회사의 재무상태에 반영되지 않으면서도, 보다

〈그림 1〉 부동산개발사업의 일반적인 PF금융구조



- 2) PFV는 설립기준 상 한시적 명목회사이고, 본점의 영업소, 직원 및 상근임원이 허락되지 않는 반면, 주택법상 주택사업자등록자는 실체회사이기 때문에(시행령 10조 주택사업자등록규정(자본금 3억원 이상, 건축 또는 토목분야 기술자 1인 이상, 사무실면적 33㎡ 이상) 및 법 46조 주택의 하자보수규정 상 영속적인 실체회사만이 등록규정을 충족함), PFV 단독으로는 주택사업을 추진할 수 없다. 이에 대하여 2007년 2월 28일 신설된 법인세법 시행령 제86조의2 제③항은 PFV의 제반 설립요건을 갖춘 SPC가 「주택법」에 따라 주택건설사업자와 공동으로 주택건설사업을 수행하고 해당 수익을 주주에게 배분하는 경우에는 이를 PFV의 요건을 갖춘 것으로 본다'라고 규정하고 있다.

많은 사업을 추진할 수 있었으며, 특히 낮은 브랜드 인지도로 재건축·재개발시장에 진입하기 어려웠던 중견건설업체들은 PF대출을 통한 선분양 사업이 수주의 한 수단으로 인식되었다. 시행사 입장에서 기존 시공사 대여방식보다 의사결정권과 사업주도권을 확보하기에 유리하였고, 따라서 부동산PF방식은 외환위기 이후 개발사업의 주된 재원조달방식으로 빠르게 정착하게 된다.

부동산PF금융의 일반적인 특징은 시행사가 사업 발굴과 토지계약금 및 초기사업비를 부담하고, 건설회사는 시공을 담당하면서 경우에 따라서 목적물의 책임준공, 연대보증, 채무인수, 자금보충, 미분양인수 등의 방법으로 시행사의 신용위험을 보강하여, 금융기관이 토지잔금과 공사기성대금의 일부를 대출하는 금융구조를 나타내고 있고(김진, 2007b, p.34), 미래 현금흐름에 기초한 대출, 부외금융효과, 차관단 대출(Syndicated Loan), 에스크로우 계좌(Escrow Account)를 통한 대리은행의 자금관리,<sup>3)</sup> 사업주체들 사이의 계약을 통한 위험저감 등 PF의 일반적인 특징을 가

지고 있다. 하지만, 이 구조에서는 선분양위험이 높을 경우 외연상 도급계약일 뿐이지, 사업권양수도계약 또는 채권채무인수계약 등을 통하여 사실상 건설회사가 실질적이고 최종적인 위험부담 주체가 되기 때문에, 문자적인 의미에서의 ‘비소구 금융’이라 할 수는 없다. 이외에도, 신용평가기관, 감정평가기관, 법무법인 등이 각각 사업성평가, 담보가치평가, 대출약정 관련 법률자문 등의 전문서비스를 제공하고 있으며, 부동산담보의 효과적 관리와<sup>4)</sup> 공사기간 중 각종 위험의 부보 등을 위하여 각각 신탁회사와 보험회사가 참여하게 된다. 최근 주택건설사업에서는 시행사가 부도·파산할 경우 수분양자들을 보호하기 위하여 대한주택보증공사의 분양보증(환급이행 또는 분양이행)이 일종의 보증보험으로 활용되기도 한다.<sup>5)</sup>

### 3. PFV를 이용한 개발사업의 PF금융구조

PFV를 이용하는 개발사업의 금융구조 역시 일

3) 에스크로우 계좌(Escrow Account)는 우리말로 제3자 관리계좌 정도로 번역할 수 있을 듯한데, 원어의ニュ앙스를 그대로 전달하기 쉽지 않아서 PF실무에서는 통상 원어 그대로 사용한다. 일반적으로 PF대출에서는 차주 명의의 예금계좌 개설을 제한하고, 사업비 사용을 통제하기 위해서 운영비 등의 자유입출금계좌 이외의 모든 사업 관련 계좌는 지급을 정지시키고, 인출요건이 충족된 경우에 한하여 일시적으로 지급정지를 풀어서 자금을 인출한 후 다시 지급을 정지시키는 방법을 사용한다. 이 때, 지급정지는 차주가 서명하여 제출하는 ‘예금 근질권설정 요청서’에 기초한다.

4) 금융기관들은 근저당제도에 비해서 신탁제도를 보다 선호하는데, 이는 차주의 추가차입 또는 우발채무가 발생할 경우 근저당제도로는 후순위권자의 담보권설정을 배제하기 어렵기 때문이다. 신탁회사 명의로 담보를 관리하게 되면 추가 담보 설정을 원천적으로 배제할 수 있고, 대출이 부실화될 경우 신속하게 담보처분 및 채권회수가 가능해 진다.

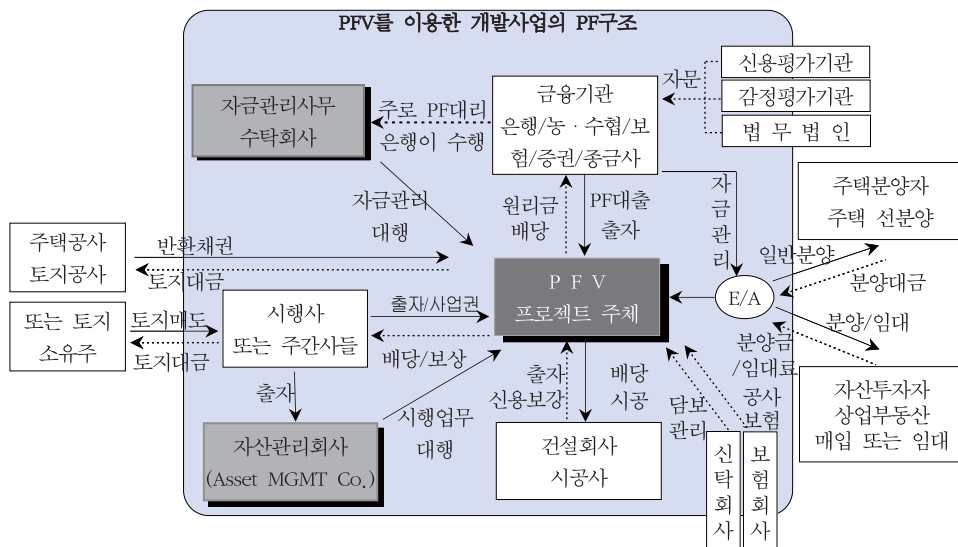
5) 대한주택공사의 분양보증은 분양승인의 법적 요건은 아니지만, 보증이 없는 경우 수분양자들이 분양을 기피하게 만드는 데, 특히 세대수가 많아질수록 이 성향은 더욱 뚜렷해 진다(소규모 사업은 보증 없이 진행하기도 한다). 지자체도 승인거부사유는 아니지만, 보류하는 명분이 될 수 있다. 단적으로, 한남동 단국대학교 부지는 법원이 사업부지에 예고등기를 설정하였고, 이를 이유로 대한주택보증에 보증을 거부하였으며, 이는 용산구청의 승인보류 구실이 되었었다.

반 부동산PF사업의 금융구조를 근간으로 하고 있는데, 차관단 모집과 대리은행의 대출금 및 분양대금의 에스크로우 계좌관리, 시공사의 신용보강, 전문 서비스기관과 신탁회사·보험회사 등의 참여 등은 동일하다. 반면, 시행사가 토지대금의 일부 또는 전부를 토지주에 지급한 후 이를 사업권과 함께 PFV에 양도하기 때문에, 의무적으로 SPC가 시행주체가 되어 시행사와 현금흐름이 절연되는 점이 가장 큰 차이로 할 수 있다(일반 부동산PF사업은 SPC를 따로 설립하지 않고 시행사로 PF대출이 실행되기도 한다). 물론, PFV는 명목회사이므로, 시행사 단독 또는 기타 출자자와 함께 설립한 AMC가 시행사의 업무를 대행하고, 자금관리사무수탁회사(일반적으로 PF 대리은행이 겸직)가 PFV의 자금관리를 대행하는 점, 금융기관의 출자가 의무화된 점(5% 이상), 필요에 따라 시공사의 출자가 가능한 점 등이 특징이라고 하겠다. AMC는 토지작업, 설계 및 인허가 업무,

금융협상, 시공사 선정, 분양관리, 임차인 유치, 임대 및 운영업무 등 시행 전반에 대하여 PFV의 업무를 대행하고, 시행대행용역비 산정 기준으로 계산된 자산관리위탁비용을 수취하게 된다.

〈그림 2〉에서 주택공사 또는 토지공사와 체결한 토지공급계약에 의한 토지대금반환채권이 강조된 것은 동 권리가 PFV를 이용하지 않는 일반적인 택지개발지구의 주택분양사업에서도 똑같이 인정되지만, PFV사업들의 상당수가 양대 공사 및 철도공사가 공모하여 사업자를 선정하는 공모형 복합단지 개발사업(이하 “공모형 PF사업”)이었기 때문이다. 공모형 PF사업의 경우 시행사가 따로 존재하지 않으므로, 토지공급주체가 PFV와 직접 공급계약을 체결하는 것이 일반적이고, AMC도 발주기관과 건설 및 금융주관사들이 공동출자하여 설립하게 된다. 한편, 시행사가 PFV에 사업권을 양도할 때 토지소유권의 100%를 확보한 경우에는 토지의 현물출자형태를 취하겠지

〈그림 2〉 PFV를 이용한 개발사업의 PF금융구조



만, 자기자본과 가교금융(Bridge Loan)을 통해서 토지계약금 또는 토지증전금의 일부를 납부한 상태에서 사업권을 PFV에 양도하는 경우가 보다 일반적이다. 그리고, 최근 공모형 PF사업과 도심 재개발사업의 경우, 저렴한 가격 또는 임대료에 상업부동산을 사전에 확보하려는 전략적 투자자가 PFV에 직접출자하면서 자산의 선매입계약 또는 선임대계약을 체결하는 경우가 증가하고 있다. 자산투자는 할인마트, 백화점, 카테고리 킬러(Category Killer) 등의 사용목적과 펀드, 리츠 등으로 자산을 운용하기 위한 기관투자자들의 투자 목적으로 구분해 볼 수 있다.

### III. PFV의 추진사례와 동향

#### 1. 공모형 복합단지 개발사업에서 PFV 활용사례와 동향

PFV로 추진된 개발사업은 토지공사가 공모한 대전엑스포컨벤션센터 복합개발 PF사업을 시작으로, 주로 공모형 PF사업을 위주로 발전하여 왔다. 공모형 PF사업은 ‘공모’와 ‘복합단지’, 그리고 ‘PF’라는 세 가지 성격을 갖는다. 첫째, 토지공사·주택공사·철도공사 등의 공공주체가 특정 개발 사업을 공동으로 추진할 민간사업자를 선정한 후 양자가 공동으로 출자한 프로젝트회사를 통하여 해당 사업을 추진하거나, 지자체 등이 수립한 계획을 효과적으로 수행할 민간사업자를 공모로 선

정하여 프로젝트의 진행을 일임하는 형태를 취하고 있다(이승태, 2008, pp.4-5). 둘째, 주거, 업무, 상업, 유통, 숙박, 레저, 문화 등과 같이 2가지 이상의 용도를 복합적으로 개발하는 대규모 복합단지로서, 단일 사업자에 의한 계획적·체계적 및 신속한 개발이 필요한 택지개발지구의 중심상업지역(특별계획구역) 또는 경제자유구역의 중심업무지구 등에 적용되었다(㈜엠코, 2008, p.7). 셋째, 이 사업들은 어느 한 민간회사가 조달하기에는 사업비용이 크고, 분양물량 뿐 아니라 장기임대를 통한 수익형 부동산의 비중이 높기 때문에, PF의 제한적 소구에 기초하여 진행되는 사업들이라 할 수 있다.

공모형 PF사업은 공모 및 발주처와의 협약과 정, PF대출의 활용 등에 있어서는 기존 SOC사업 방식과 유사하지만, SOC사업들보다 공모형 PF사업들에서 PFV가 활발하게 시도된 까닭은 전자보다 후자가 부동산의 취득등록세 감면에 따른 사업수지 민감도가 높고, 사업의 상대적 단기성 때문에 이중과세문제가 현실적으로 보다 첨예하기 때문이다.<sup>6)</sup> 한편으로, PFV의 업무를 대행하기 위해 설립하는 AMC에 건설투자자(CI: Construction Investor), 금융기관 등의 재무투자자, 유통업체, 호텔업체, 상업부동산 투자자, 설계회사, 분양전문회사, 신탁회사, 자산운용회사 등의 전략적 투자자 등이 참여하여 해당 사업의 리스크를 분담하여 헷지하고, 프로젝트 진행의 효율성을 증대할 수 있는 것도 공모형 PF에서 PFV가 활성화된 주요 요인이라 할 수 있다.

6) SOC사업에서는 사업부지가 대부분 정부소유이거나 목적물의 준공 후 이를 기부채납하는 경우가 많으므로 부동산의 취득등록세는 주요한 이슈가 아니다. 또한, 사업기간의 대부분이 PF대출원리금 상환에 소요되는 반면, 배당과 투자원금의 회수가 사업기간의 후반부에 집중되기 때문에 이중과세도 상대적으로 덜 심각한 문제이다.

〈표 2〉 현재 설립되어 운영중인 공모형 PF사업의 PFV

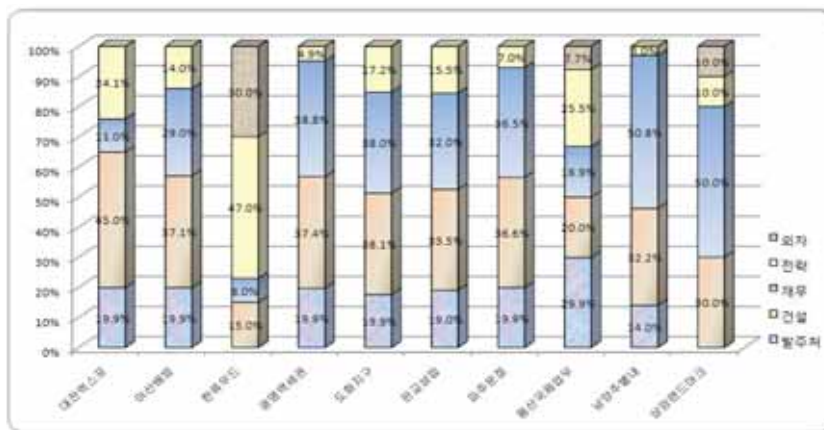
| 구 분              | 대전엑스포<br>컨벤션복합센터                                                               | 아산배방<br>복합단지                                                                       | 한류우드                                                                         | 인천 도화지구개발                                                                                                              | 광명역세권<br>복합단지                                                             |
|------------------|--------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------|
| PFV명칭            | (주)스마트시티                                                                       | (주)센타포트개발                                                                          | 한류우드개발(주)                                                                    | (주)코로나개발                                                                                                               | (주)엠시에타개발                                                                 |
| A M C            | 스마트시티자산관리(주)                                                                   | (주)센타포트                                                                            | 한류우드에이앤(주)                                                                   | (주)메트로코로나                                                                                                              | (주)엠시에타                                                                   |
| 발주기관             | 토지공사                                                                           | 주택공사                                                                               | 경기도                                                                          | 인천도개공                                                                                                                  | 주택공사                                                                      |
| 총사업비             | 9,396억원                                                                        | 1조 2,565억원                                                                         | 1조 377억원                                                                     | 2조 6,188억원                                                                                                             | 1조 5,216억원                                                                |
| 자 본 금            | 500억원                                                                          | 600억원                                                                              | 400억원                                                                        | 430억원                                                                                                                  | 749억원                                                                     |
| PF 대출            | 1,000억원                                                                        | 미정                                                                                 | 1,800억원                                                                      | 6,862억원(예상)                                                                                                            | 681억원(예상)                                                                 |
| 대지면적             | 51,674평                                                                        | 17,642평                                                                            | 85,412평                                                                      | 266,517평                                                                                                               | 22,361평                                                                   |
| 연 면 적            | 167,808평                                                                       | 158,321평                                                                           | 132,492평                                                                     | 369,341평                                                                                                               | 203,556평                                                                  |
| 준공예상             | 2011년말                                                                         | 2010년말                                                                             | 2012년                                                                        | 2014년                                                                                                                  | 2011년                                                                     |
| 사업용도             | 주상복합, 오피스,<br>호텔, 방송국,<br>복합유통 등                                               | 주상복합, 오피스,<br>판매시설                                                                 | 상업시설, 테마파크                                                                   | 주거, 주상복합, 판매                                                                                                           | 주상복합,<br>복합유통/판매,<br>업무시설                                                 |
| 진행단계             | 주거분양 및 공사<br>진행                                                                | 주거분양 완료, 공사<br>진행                                                                  | PFV설립 및 PF인출                                                                 | PFV설립,<br>토지작업진행                                                                                                       | PFV설립완료,<br>PF조건협의                                                        |
| 주 요<br>테넌트<br>구성 | 밀리오레, Savezone,<br>르네상스서울, CGV,<br>대전방송, 메가박스,<br>웨딩의 전당                       | 유니에셋, 현대백화점,<br>하나로마트, 전자랜드21,<br>하늘교육, 백석대학교,<br>메가박스, 동아TV                       | 방송/영화프로덕션,<br>베리스, 코즈니,<br>KMB홀딩스, 청화대,<br>KBS아트비전,<br>MK픽처스                 | B&Q, 청화대,<br>MBC문화센터,<br>영풍문고, Sony KR,<br>SK텔레콤, 메디<br>파트너, 스와 앤 스타일                                                  | Best Western,<br>롯데마트, 사파리월드,<br>교보문고,<br>롯데시네마, B&Q,<br>평안의료재단           |
| 구 분              | 관교 중심상업                                                                        | 남양주별내<br>복합단지                                                                      | 파주운정<br>복합단지                                                                 | 용산국제업무                                                                                                                 | 상암DMC<br>Landmark Tower                                                   |
| PFV명칭            | (주)알파돔시티                                                                       | (주)메가볼시티                                                                           | (주)유니온아크개발                                                                   | 드림허브프로젝트금융<br>투자(주)                                                                                                    | (가칭)상암랜드마크<br>타워(PFV(주))                                                  |
| A M C            | 알파돔시티자산관리(주)                                                                   | 메가볼시티자산관리(주)                                                                       | (주)유니온아크                                                                     | 용산역세권개발(주)                                                                                                             | (가칭)상암랜드마크<br>타워자산관리(주)                                                   |
| 발주기관             | 토지공사                                                                           | 토지공사                                                                               | 주택공사                                                                         | 철도공사                                                                                                                   | SH공사                                                                      |
| 사 업 비            | 5,3671억원                                                                       | 9,890억원                                                                            | 2조6,431억원                                                                    | 28조원                                                                                                                   | 3조5,000억원                                                                 |
| 자 본 금            | 4,914억원                                                                        | 1,200억원                                                                            | 1,650억원                                                                      | 1조원                                                                                                                    | 3,500억원                                                                   |
| PF 대출            | 2조원내외(예상)                                                                      | 3,750억원                                                                            | 7,813억원                                                                      | 미정                                                                                                                     | 1.5조-2조원                                                                  |
| 대지면적             | 41,594평                                                                        | 30,618평                                                                            | 30,889평                                                                      | 171,456평                                                                                                               | 11,277평                                                                   |
| 연 면 적            | 367,843평                                                                       | 125,455평                                                                           | 317,882평                                                                     | 958,929평                                                                                                               | 219,723평                                                                  |
| 준공예상             | 2012년                                                                          | 2016년                                                                              | 2014년                                                                        | 2016년                                                                                                                  | 2013년말                                                                    |
| 사업용도             | 주상복합, 오피스,<br>호텔, 백화점,<br>복합상업시설                                               | 주상복합, 오피스텔,<br>오피스, 호텔, 상업시설                                                       | 주상복합, 오피스,<br>호텔, 백화점,<br>상업시설                                               | 주상복합, 오피스,<br>호텔, 복합쇼핑몰,<br>문화시설                                                                                       | 오피스, 호텔,<br>서비스드 레지덴스,<br>백화점, 상업시설                                       |
| 진행단계             | PFV설립,<br>토지계약금납부,<br>PF조건협의                                                   | PFV설립,<br>토지계약금납부,<br>PF조건협의                                                       | PFV설립,<br>토지계약금납부,<br>PF조건협의                                                 | PFV설립,<br>토지계약금납부                                                                                                      | PFV설립 준비                                                                  |
| 주 요<br>테넌트<br>구성 | 다임에스, 롯데백화점,<br>롯데마트, 롯데시네마,<br>영풍문고, 코오롱글로벌,<br>스파센스타일,<br>부천국제영화제,<br>B&Q클러니 | 롯데쇼핑, 롯데시네마,<br>교보문고, 전자랜드,<br>한국예술종합학교, SKT,<br>CJ엔터테인먼트,<br>라미다웨딩, 롯데마트,<br>청솔학원 | 롯데쇼핑,<br>뉴코이아웃렛, 이랜드,<br>SK네트웍스,<br>다올유니온펀드와<br>농협공제회 등의<br>상업시설Master Lease | 호텔(Shangrila, Four<br>Seasons, Starwood,<br>Marriott), 판매(Raffle<br>City, AMP), Raffle<br>Hospital, 주요국<br>상공회의소 및 문화원 | 메리어트, 리즈칼튼,<br>오르우드, 롯데백화점,<br>루이비통, 베르사체,<br>삼성전자, 방송탑,<br>IBM, Oracle 등 |



<표 2>는 이미 설립되어 현재 운영중인 공모형 PF사업들의 PFV의 개요를 정리한 것인데, 최초 대전엑스포('04년 2월, 공모기준, 이하 동일)의 총사업비가 9,396억원이었던 것에 비하여, 아산배방('05년 4월) 1조 2,565억원, 한류우드 1구역('05년 11월) 1조 377억원, 광명역세권('06년 2월) 1조 5,216억원, 인천 도화지구('06년 6월) 2조 6,188억원, 판교 중심상업지구('07년 5월) 5조 671억원, 파주운정('07년 8월) 2조 6,431억원, 용산국제업무단지('07년 8월) 28조원, 남양주 별내('07년 10월) 9,890억원, 상암DMC 랜드마크타워('08년 1월) 3.5조원 등, 점차로 그 규모가 증가하고 있다. 이는 사업면적이 대형화하는 추세에도 일부 기인하지만, 2006년 이후 컨소시엄 사이의 과당경쟁으로 토지가격이 급상승한 것에도 커다란 원인이 있다.

이렇게 사업규모가 대형화·메가(Mega)화될수록 재원조달의 중요성과 준공 이후 상업부동산의 조기 활성화 및 운영책임이 강조되고 있고, 따라서 사업계획서 평가기준에서 재무투자자와 테넌트 유치에 대한 배점을 높이거나, 경제자유구역의 경우 외자유치에 따른 가점을 부여하고 있다. 이는 PFV의 주주구성에도 그대로 반영되어, <그림 3>에서 보듯이 건설투자자의 지분참여비율은 감소하는 추세인 반면, 재무투자자의 지분참여비율은 증가하고 있는 추세이다.<sup>7)</sup> 또한, PFV의 납입자본 규모가 급증함에 따라 전략적 투자자의 지분비율이 낮아지고 있지만, 그 중요성까지 감소하고 있지는 않다. 비록 PFV에 지분을 출하지 않더라도 상업부동산의 매매입 등을 통해서 사업에 참여하는 테넌트들은 증가하는 추세이다.

<그림 3> PFV 출자자 구성비율의 사업별 변화추이



자료 : 김진(2007a), pp.7-8. 그림양식은 (주)엠코(2008), p.75 참조.

- 7) 이의 분류가 명확하지 않은 경우도 많은데, 예를 들면 대한지방행정공제회는 재무투자자일 뿐 아니라 대부분의 사업에서 전략적 목적을 수반한다(본 연구에서는 재무투자자로 간주). 또, 한류우드 1구역에서 프라임산업(15.6%)과 청원건설(11.7%)은 건설투자자의 성격도 일부 있지만, 컨소시엄 내부에서는 시행사 및 전략적 투자자의 역할을 담당하고 있고 또 이렇게 분류하고 있다(본 연구에서는 전략적 투자자로 간주).



## 2. 민간 개발사업에서 PFV 활용사례와 발전동향

공모형 PF사업과는 달리 민간사업자들이 진행하는 개발사업에서는 PFV를 이용하는 사례가 많지 않고, 사례들도 대부분 도심재개발과 도시개발사업에 국한되어 있다. 그러나 향후 PF대출의 부실화를 예방하기 위한 대주단의 사업주체 통제 강화, 자기자본 유용 금지, 자금관리 강화 등이 예상되므로, 일반분양사업에서도 PFV를 활용하는 사례는 증가할 것으로 전망된다. 민간 PFV의 시초는 금호아시아나그룹의 제2사옥 건립사업인

데, 계열사들 중 금호타이어와 한국복합물류가 95%의 지분을 보유하고, 금융기관은 PFV 설립요건을 충족하는 수준(5%)으로 참여하였다. 동 사업은 기업 부동산 관리의 모범적인 사례인데, 금호그룹이 사실상 사옥을 소유하면서도(외견상 PFV로부터 임차하는 형식), 대우건설, 대한통운 등 대규모 기업인수합병(M&A: Merger and Acquisition)으로 인한 그룹의 부채비율과 추가차입을 관리하는, 즉 부외금융과 절세효과를 활용하고 있기 때문이다. 또한, 신용도가 높은 기업의 자산 임대확실히 경우, SOC PF나 선박PF처럼 상업부동산의 장기운영을 통한 PF상환구조가 가능함을 보

〈표 3〉 현재 설립되어 운영 중인 민간 개발사업의 PFV

| 구 분              |            | 아시아나 제2사옥                      | 저동 제1지구 도시환경정비            | 명동 제3지구 도시환경정비                  | 내곡동 현인마을                                 |
|------------------|------------|--------------------------------|---------------------------|---------------------------------|------------------------------------------|
| PFV명칭            |            | 금호피에프브이원(주)                    | (주)킴스아이앤디                 | 명동도시환경정비(주)                     | 우리강남PFV(주)                               |
| A M C            |            | 금호피에프브이원 자산관리(유) <sup>1)</sup> | (주)케이에이엠                  | 엠디스퀘어(주)                        | 우리강남자산관리(주)                              |
| 출<br>자<br>구<br>성 | 건설투자       | -                              | -                         | -                               | 삼부건설 25.5%<br>동양건설산업 25.5%               |
|                  | 재무투자       | 한신상호저축 5%                      | 대한투자증권 19.8%              | 기업은행 6%                         | 우리투자증권 5.0%                              |
|                  | 시행사 / 전략투자 | 금호타이어 80%<br>한국복합물류 15%        | 킴스21 70.2%<br>사보이 10.0%   | 송담건설(주) 94%                     | 아르웬(주) 42.0% <sup>2)</sup><br>개인 1인 2.0% |
| 사 업 비            |            | 1,800억원                        | 6,500억원                   | 2,487억원                         | 8,082억원                                  |
| 자 본 금            |            | 190억원                          | 50억원                      | 50억원                            | 50억원                                     |
| PF 대출            |            | 1,610억원                        | 3,000억원                   | 2,100억원                         | 3,900억원                                  |
| 대지면적             |            | 1,171평                         | 2,772평                    | 846평                            | 39,824평                                  |
| 연 면 적            |            | 18,792평                        | 39,321평                   | 12,564평                         | 49,610평                                  |
| 준공예상             |            | 2008년 하반기                      | 2011년말                    | 2013년초                          | 2010년                                    |
| 사업용도             |            | 업무시설(사옥)                       | 업무시설, 판매시설<br>(주상복합에서 변경) | 업무시설 및 일부<br>판매시설               | 타운하우스, 단독주택,<br>근생시설                     |
| 진행단계             |            | 공사 진행중                         | 공사 진행중                    | PFV설립 및 PF 인출,<br>토지작업 및 인허가 진행 | PFV설립 및 PF 인출,<br>인허가 진행                 |

주1) 2007.10.31 금호개발상사(주)로 흡수합병됨.

주2) 최초에는 시행사가 지분 93%를 출자하였지만, 이중 51%를 건설사들에게 매각하였음.

자료 : 각 사업 재무투자자 Information Memorandum 참조

여주는 사례이기도 하다.

최근에는 기업부동산의 합리적인 관리 또는 유통화를 위하여 PFV를 활용하는 경우도 있는데, 대한전선은 안양시 관양동 공장부지 78,748평을 ALD 제1차 PFV(출자비율: 대한전선 46.98%, LIF 48%, 삼성증권 5%, TEC건설 0.02%)로 5,500억원에 매각하는 계약을 체결하였고, 동사의 서초동 남부터미널 부지 5,700평은 설립예정인 PFV(출자비율: 대한전선 94.98%, 삼성증권 5%, TEC건설 0.02%)로 2,200억원에 매각하여 개발하는 계획(연면적 59,895평의 오피스 및 복합시설)을 수립하였다. 따라서, 향후에도 대한전선처럼 기업 재무구조의 개선과 부의금융을 이용한 부동산자산의 개발을 위하여 PFV는 효과적인 수단으로 활용될 가능성이 높다.

저동 제1지구 도시환경정비사업과 명동 제3지구 도시환경정비사업은 도심재개발사업으로써, 전자는 대규모 사업부지의 높은 토지 취·등록세를 절세하기 위하여, 후자는 자산매입기관인 모은행이 은행법상 직접 개발사업(토지매입, 인허가 및 공사 진행 등)을 진행할 수 없기 때문에, 준공 전 PFV의 지분 일부, 준공 후 PFV의 지분 전부를 인수할 목적으로 설립되었다. 이외에도 도시개발사업에서도 PFV를 적용하는 사례가 나타나는데, ‘서초구 내곡동 현인마을 도시개발사업’의 경우 39,824평의 사업부지에 타운하우스, 단독주택 및 근린생활시설 등을 개발하기 위하여, 시행사 아르웬(93%)과 우리투자증권(5%) 등이 ‘우리강남PFV’를 자본금 50억원 규모로 설립하였고, 우리은행이 토지대금, 설계비, 철거비, 운영비 등의 목적으로 이 PFV에 3,900억원의 PF를 대출하였다.

## IV. 위험회피 대안으로서의 PFV의 역할과 개발사업 위험 회피를 위한 제도적 문제점

### 1. 개발사업 위험요소 및 위험회피 대안으로서의 PFV

PFV제도는 금융기관으로 하여금 PFV출자와 PF대출에 대하여 각각의 내부의사결정을 요구한다.<sup>8)</sup> 통상적으로 금융기관들은 투자보다 대출을 선호하는데, 이는 투자의 경우 장기무수익자산 발생과 투자원금 손실가능성이 높기 때문이다. 이에, PFV에 출자하는 금융기관들은 대부분 PF대출자산의 확보를 위해서 전략적으로 투자한다고 이해할 수 있고, 따라서 PFV의 위험저감효과는 대출기관의 부동산PF대출 평가와 관련하여 논의하는 것이 타당할 것으로 판단된다. <표 4>는 모 국책은행의 특수금융신용평가와 신용평가기관들의 사업성평가를 정리하여 부동산개발사업의 제반 위험항목들을 기술한 것이다. 주요 항목들은 시장위험, 시장성위험, 사업위험, 사업주체위험, 재무타당성 및 채권보전 등이지만, 시장분석(Market Analysis)이 시장조사(Market Study) 및 시장성조사(Marketability Study)로 구성된다는 점을 감안하여, 본 연구는 시장위험과 시장성위험을 함께 서술하도록 하겠다.

#### 1) 시장 및 시장성위험에 대한 논의

일반적인 부동산PF대출에서는 금융기관들이 단순한 대출기관으로써, 프로젝트의 상품구성 또는 가격결정에 의견을 제시하기 어려운 구조라

8) 도심재개발사업 등은 출자의사결정이 대출의사결정에 부속하여, 즉 동시에 진행된다.

할 수 있다. 반면, PFV구도에서는 금융기관들이 주주로서 참여할 뿐 아니라, PFV와 AMC에 이사를 선임할 수 있기 때문에 주주총회, 이사회, 대표간사회의 등을 통하여 시장 및 시장성위험을 최소화하기 위한 다양한 의견을 개진한다. 물론, 금융기관의 주주참여만으로는 체계적인 위험(Systematic Risk)인 시장위험을 헛지하지는 못하

지만, 적어도 객관적이고 보수적인 시각에서 시장위험을 함께 검토하고 시장위험이 최소화되는 시기까지의 자금조달에 상당한 융통성을 부여할 수 있다. 일례로써, 파주·운정PF사업의 경우(2007년 11월 선정), 현재의 갑작스러운 금융위기로 인하여 당초 예정된 PF대출이 지연되고 있지만, 펀드투자금의 대여 및 PFV 추가출자 등

〈표 4〉 부동산개발사업의 제반 위험 체크리스트

| 항목     | 검토사항       | 검토내용                                                       |
|--------|------------|------------------------------------------------------------|
| 시장 위험  | 거시환경       | 거시경제지표, 부동산정책 동향, 지역개발 환경                                  |
|        | 하부시장       | 시장세분화(Disaggregation) 및 소비시장분류(Segmentation), 하부시장 분석      |
|        | 수급동향·전망    | 수요조사, 공급분석, 공급전망, 가격동향, 재고현황                               |
| 시장성 위험 | 입지조건       | 위치, 주변 환경, 접근성, 교육, 발전가능성, 주변 인구특성                         |
|        | 시장성분석      | 상권분석, 경쟁분석, 분양/임대상품 선호, 가격수준, 시설규모 및 설계                    |
| 사업 위험  | 사업내용       | 사업내용, 규모, 위치, 시설구성                                         |
|        | 토지확보       | 토지확보(소유권, 계약체결, 동의) 체크 및 확보계획 점검                           |
|        | 인허가        | 인허가 추진상황 및 향후 인허가 가능성 검토                                   |
|        | 사업비용       | 총투자비/토지비용/공사비용의 적정성, PF대출규모의 적정성                           |
|        | 채원조달       | 투자비의 조달계획(선순위/후순위/자기자본) 실현가능성 검토                           |
| 사업 주체  | 사업일정       | 분양/임대 일정, 공사/인허가 일정, PF대출 일정                               |
|        | 시행사        | 신용도, 시행경력, 경영진 평판, 재무적 지원가능성, 추가담보능력                       |
|        | 시공사        | 시공능력, 신용등급, 사업분산정도, 우발채무규모                                 |
|        | 기 타        | 자산매입자/임차인 신용도, 분양대행사 수준, 운영사 실적 등                          |
|        | 상환가능성      | 추정 재무제표, 사업수지, LTV, <sup>1)</sup> 단순/누적 DSCR <sup>2)</sup> |
| 재무 타당성 | 현금흐름 예측가능성 | 분양률·임대율·판매율 등의 확실성, Take-out 금융, 자산선매도계약, 임차보증금 등          |
|        | 스트레스분석     | 주요 변수의 변화에 따른 민감도분석, 사업특성별 시나리오분석                          |
| 채권 보전  | 담보확보       | 부동산자산의 담보설정, 신탁 활용, 할인분양·Put Option <sup>3)</sup> 등 Exit방안 |
|        | 신용보강       | 연대보증(채무인수, 자금보증)인의 신용도 및 보증약정의 강도                          |
|        | 부보범위       | 건설공사보험, 완공보증보험, 분양보증보험 등의 가입                               |
|        | 현금통제       | 분양대금/임대료 등의 대리은행 통제 여부                                     |

주1) LTV(Loan-to-Value) : 담보가치 대비 대출비율

주2) DSCR(Debt Service Coverage Ratio) : 원리금상환계수=(순영업이익+감가상각-법인세)÷원리금

주3) 투자라면 Option 행사시 원금에 약정수익률을 가산한 금액으로 해당 지분을 신용보강 주체가 인수하게 하는 채무 투자자의 권리. 대출이라면 신용보강 주체가 차주에게 대여금을 빌려주어서 대주의 원리금 잔액(Outstanding Loan Amount)을 상환하게끔 하는 대주의 권리.

자료 : ○○은행 특수금융신용평가모형의 평가항목 및 이승태(2008), p.10의 표.

금융기관의 적극적인 지원책으로 2009년 8월 본 PF 예상시점까지의 사업비를 확보한 상태이다.

그리고, 투자 및 대출승인을 위하여 면밀하게 수행되는 사업성검토를 통해서 금융기관들은 비주거면적의 최소화, 분양가격·평형·시기 조정, 보수적인 임대료수준 설정, 자산선택매각이 가능한 용도 배치, 상(商)환경설계 등을 사업주체들에 요구하게 되고, 이에 수반하여 다양한 시장성위험 완화방안을 제시할 수도 있다.<sup>9)</sup> 위의 파주·운정 사업의 경우, 금융주간사와 건설주간사가 사업계획서 제출 이전부터 공간구성과 관련하여 협의하여 비주거시설의 면적을 최소화하였고, 비주거시설의 29%인 51,677평을 선분양이 가능한 용도로 조정하였다. 또한, 금융주간사는 계열사를 통한 업무시설 10,445평의 조건부 매입확약, 호텔 등을 인수 및 운영하는 펀드의 설립(예정) 등으로 위험을 완화하였다. 기타 전략적 투자자들인 롯데쇼핑, 뉴코아, SK 네트웍스, 이랜드 등의 선매입을 감안할 경우, 이 사업은 비주거시설 면적의 60.6%(설립예정 펀드까지 포함하면 74.6%)를 선매각하여 시장성 및 분양위험을 완화하고 있다. 또한, 명동 제3지구 도시환경정비사업은 PFV의 대표이사 및 AMC의 관리이사를 파견한 모 은행이 당초 공간계획(Space Program) 수립부터 시장성위험을 헷지하도록 판매시설면적을 최소화하였고, 건물 자체를 은행용도에 적합하도록 설계를

통제하고 있다.

## 2) 사업위험에 대한 논의

현재 PFV를 통하여 진행되는 개발 사업들은 공신력이 높은 금융기관이 주주로 참여함으로써, 시행주체인 PFV의 공신력 제고와 재원조달의 안정성 및 투명성 확보에 상당한 도움이 되고 있다. 특히, 사업규모가 크고 그 매출이 사업후반부에 집중되는 대규모 상업 부동산개발에 상대적으로 유리한데, 주로 단기·소규모·고위험으로 특징지어지는 시행사 자본 및 가교금융에 의한 자본조달에서 탈피하여 장기·대규모·저위험을 추구하는 제1금융권의 투자를 유치할 수 있고, 자금력이 있는 각종 연기금 등의 자산투자자들을 유치함으로써 분양위험 또는 임대위험을 저감할 수 있다.

금융기관 입장에서 PFV제도는 사업비용의 적정한 통제 및 과잉편성 방지, 금융구조 현실화 및 실현가능성 제고, PF대출일정의 탄력적 조정 등에 유용한 측면이 있다. 무엇보다 공사비를 통제하기에 PFV는 아주 효과적인데, 시공사가 PFV에 출자할 경우 그 지분율이 ‘독점거래 및 공정거래에 관한 법률’에 의하여 40% 이하로 제한을 받게 되고, 금융기관 등이 주주로서 공사도급계약에 관여함으로써, 과도한 공사비 설정이 용이하지 않게 된다.<sup>10)</sup> 또한, PFV가 특수관계인인 상

9) 공모형 PF사업의 경우 택지개발지구 등의 계획단계에서부터 상업공간의 수요추정과 사실상의 독점상권이 보장되므로, 상권분석·경쟁분석 등에서 긍정적인 측면이 있고, 사업계획서 제출 때부터 당선확률을 높이기 위하여 설계의 질이 높아지는 점은 상품의 시장성 및 분양성을 제고하는 것에도 기여하고 있다.

10) PFV가 그룹사의 계열기업군으로 편입되는 경우는 독점규제 및 공정거래에 관한 법률 제10조(출자총액의 제한)에 의해, 출자총액제한 기업집단(자산총액의 합계액이 10조원 이상인 기업집단)이 PFV에 40% 이상 출자한 경우에 해당한다. 만약, 출자총액제한 기업집단에 속한 시공사가 PFV에 40% 이상 출자한다면, 이 PFV는 해당 기업집단의 자회사로 편입되는 것을 고려하여야 한다(송민석 외 2인, 2007, pp80-1)

황에서 시공사가 이사 선임 및 피선임 등을 통하여 경영권을 행사하고, 도급금액이 시장수준보다 과도하게 높게 결정될 경우 PFV는 법인세법상 부당행위계산부인대상으로 간주될 위험이 있고, 이 경우 과세당국이 그 초과금액을 손급(건물원가)으로 인정하지 않을 수도 있다.

PFV는 일반 부동산PF사업보다 토지취등록세 및 법인등록세를 절감할 수 있어서 사업비용을 낮추는 효과가 있다. 하지만, 토지비의 급격한 상승에는 보다 취약한 구조일 수도 있다. 일반 PF는 토지비가 상승하여 분양성과 사업성을 위협하는 경우 대출을 포기할 수 있지만, PFV에 주금을 납입한 경우 출자금 회수 내지는 대출 포기가 쉽지 않다. 예를 들면 공모형 PF사업의 경우, 최근 들어서 컨소시엄 간 경쟁 심화로 토지가격이 크게 상승하였는데, 통상 건설주간사가 토지가격을 사업계획서 제출시점에서 주관적으로 결정하기 때문에, 재무투자자들은 당선 이전에는 그 사업성을 가늠하기 쉽지 않고, 당선된 후에도 재무투자자들은 사업성에 대하여 확신이 부족하거나 PF조건에 합의를 이루지 못하는 경우가 많아 투자를 포기하기도 한다.<sup>11)</sup> 분양가상한제로 더 이상 주거부분 사업이익으로 비주거부분 사업비용을 충당하던 사업관행이 용이하지 않게 됨에 따라서, 높은 토지비용은 한편으로 사업계획에서 판매시설을 과다하게 배분하는 한 요인으로 작용하기도 하였다. 물론 이는 사업성을 심각하게 위

협하여 PF대출 취급을 곤란하게 만들며, 이로 인하여 출자금만 PFV에 묶이는 경우가 발생하기도 한다.<sup>12)</sup> 이렇게 급격히 상승하는 토지가격은 도심재개발사업에서도 문제가 될 수 있는데, 금융기관의 PFV 투자심사와 PF대출조건 협의에 시간이 소요될 경우, 그 과정 중에도 토지비용이 상승하는 경우가 나타나고 있다. 특히 공시지가만 한 해 20% 정도 상승하는 을지로변 일대는 재원조달 과정 중에 이미 토지가격이 상승하는 경우가 빈번하다.

### 3) 사업주체에 대한 논의

현재의 한국 금융위기와 관련하여, 부동산PF대출 부실화 및 이로 인한 건설회사와 금융기관의 연쇄 부실화가 한 원인으로 지목되고 있다. 이는 향후 PF사업에서 시공사들의 지급보증 기피와 시행사의 자본충실도 요구는 높아질 것이고, 따라서 금융기관의 출자필요성과 이에 따른 사업의 의사결정은 더욱 증가할 전망이다. 특히 PFV제도는 최소자본금요건(50억원), 현금흐름의 통제, 시공사의 주주참여 등으로 사업주체의 내실화에 크게 기여할 수 있다. 일반 부동산PF사업에서는 시행사들이 가교금융 또는 PF대출금을 통해서 본인들이 초기에 투입한 자본금을 각종 사업비 명목으로 조기에 회수하는 도덕적 해이를 통제하기 쉽지 않다. 하지만, PFV는 설립단계에서부터 자산에 대한 회계실사가 이루어지고 기

11) 한 사례로써, 청라 국제업무단지 조성사업(2006년 7월 우선협상대상자 선정, 2007년 12월 차 순위 협상대상자로 변경)의 경우 사업성 우려와 PF조건 미합의로 재무적 투자자들이 2008년 6월 풋옵션(Put Option)을 행사하여 해당 지분을 건설투자자들에게 매각함으로써 사업에서 탈퇴하였다.

12) 대표적인 사례들이 광명역세권 PF사업(2006년 4월말 선정)과 판교 중심상업지구 PF사업(2007년 9월 선정)인데, 이들은 당선 이후 각각 2년 및 1년이 지나도록 아직 PF조건에 건설사들과 금융기관들이 합의에 이르지 못하고 있다.

지출한 비용을 객관적으로 검토할 뿐 아니라, 회계사가 감사로써 지출을 검토하게 된다. 뿐만 아니라, PF대리은행이 PFV의 자금관리수탁업무를 수행하므로, 투명한 자금관리가 가능하여, 대출원리금이 상환되기 전까지는 자본금 횡령 및 이의타 사업 중복투자 등을 제도적으로 미연에 예방할 수 있다.<sup>13)</sup> 또한, 금융기관이 PM(Project Management)업체 선정 등으로 시행 전과정을 통제할 경우, 설계변경을 통한 공사비의 과다한 증액, 과기성 청구 등을 억제할 수 있고, 책임감리의 강화, 보험부보 범위의 현실화 등으로 목적물 준공위험을 완화하고 공사의 질을 제고하는데도 기여할 수 있다.

한편으로, 신용도와 시공능력이 높은 건설업체들과 자산 및 영업실적이 우수한 운영주체들이 경우에 따라 주주로 사업에 참여하기 때문에, 상대적으로 안전한 PF금융구조를 유도할 수 있다. 특히, 공모형 PF사업에서는 유통·백화점·호텔·방송국 등의 주요 테넌트들(Anchor Tenants)이 사업초기부터 참여하면서 전체 단지의 체계적·유기적 설계 및 개발과 조기 활성화라는 공익목적 달성에도 긍정적이다.<sup>14)</sup> 그리고, 시공사들이 신용을 공여하는 상황에서 PFV에 출자할 경우,

시행사와 공동개발형태로 시행이익을 투명하게 분배할 수 있게 된다.

#### 4) 재무타당성에 대한 논의

무엇보다 PFV로 진행되는 사업은 부동산 취득세율의 50% 감면과 대도시 내 법인등록세 3배 중과 예외 및 법인세 혜택을 기대할 수 있다. 이는 사업비용을 저감할 수 있을뿐더러 매출액 대비 3%, 세후순이익 대비 20~30%의 사업수지 개선효과가 있고, 이 만큼 PF대출 상환재원의 여유가 확보되므로, 재무타당성이 제고되고 재무위험이 완화된다. 또한, 금융기관의 주주참여로 분양가격 등이 시장에서 판매가능하도록 조정될 수 있으며, 따라서 시행사 또는 시공사 단독으로 이를 결정하는 일반 부동산PF사업보다 미래 현금흐름(Cash Flow: CF)의 예측가능성을 높이는데 기여하게 된다. 또한, 공모형 PF사업에서 상업시설의 운영주체를 참여시킨다거나 도심재개발사업에서 자산선매입자를 확보하는 것 역시 동일한 맥락에서 재무타당성 확보에 긍정적이다. 금융기관의 PFV 참여는 선매각하기 용이하지 않은 일부 상업시설의 테이크아웃 금융(Take-Out Financing)<sup>15)</sup> 조달가능성을 높인다는 측면에서도 재무위험 완

13) 현행 법인세법 상의 PFV는 법인세 감면 자체가 이익의 배당을 전제로 하고 있는데, 이는 PF대출약정의 배당금지 조항과 상충하게 된다. 즉, PF대출은 원리금 상환이 완료되기 이전에는 주주배당을 금지하는데, 세제혜택을 위해서 배당을 어떻게 인정할 것인가 하는 것이 현실적인 난제가 된다. 현재 공모형 PF사업에서는 연도별로 배당결의만 하고 실제로는 이를 지급하지 않고 전액 PFV에 추가출자 또는 후순위 주주대여금 등의 형태로 자금보충한 후, PF원리금 전액이 상환된 후 일괄적으로 배당하는 방법을 사용하고 있다.

14) Martimort et. al.(2008)은 산발적으로 추진되는 유사 인프라사업들을 한데 묶어서(Bundling) 단일사업으로 추진할 경우 설계의 질이 높아져서, 이로 인하여 운영비용 역시 감소한다고 보고하고 있다.

15) Take-out 금융은 PF 대출원리금 상환을 위한 대환(Refinance)적 성격의 금융이라 할 수 있다. 부동산 PF대출은 일반적으로 건설자금(Construction Loan) 성격이 강한데, 협의로는 장기운영자금(Permanent Loan)이, 광의로는 자산매수자의 매입대금, 임차인의 보증금 등이 Take-out 금융으로 고려될 수 있다.



화에 도움이 된다. 다만, 전술한 대로 토지비용 상승과 이로 인한 판매시설의 과다한 구성은 사업 자체의 위험 뿐 아니라 재무타당성까지 위협하는 주요한 요인이 되고 있다.

#### 5) 금융기관의 채권보전에 대한 논의

PFV제도는 민간개발사업에서 PF대출의 부실화 예방에 긍정적 측면이 있고, 이는 금융당국에 바람직한 부동산PF대출 관리를 위한 함의를 제공한다. 채무불이행시 대주단은 일련의 사후관리 조치(시행권 확보 및 양도조치, 담보의 강제처분, 평형조정 또는 할인분양 등)를 취하는데, 일반적인 부동산PF구도에서는 시행사의 동의를 거치는 과정이 지난하다. 일례로써, 최근(2008.11.12) 법원에 회생절차신청을 제출한 신성건설의 지급보증으로 진행되었던 모 주상복합사업의 경우, 대주단이 자산을 실사한 결과, 시행사가 이미 초기 투입한 자기자본을 모두 빼나간 상태였다. 그러면서도 대주단의 사후조치를 시행사가 거부하면서 보상금을 요구하고 있어서, 사업의 정상화 전망이 사실상 불투명한 상태이다.

하지만, 대리은행이 PFV의 대표이사를 겸직할 경우, 대리은행이 PFV의 법인인감 등을 직접 관리하게 되므로, 차주 채무불이행시 금융기관의 사후처리가 수월하게 된다. 그리고, 금융기관이 AMC에 관리이사를 파견한다면, 시행사의 사업비 전용, 운영비초과까지도 통제가 가능하다. 이 두 가지가 모두 반영된 사례가 명동 제3지구 도시환경정비사업인데, 대리은행이 PFV 대표이사를 겸직하면서 AMC 관리이사를 선정하여 파견하였고, 건설회사가 PFV 및 AMC의 이사를 겸직하면서, 유사시 시공사가 시행권을 양수하여 사업을 마무리하기에 수월한 구조로 설계되어있다.

〈표 5〉 부동산개발사업의 제반 위험 체크리스트

| 위험 항목  | PFV의 개발사업 위험완화효과                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|--------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 시장 위험  | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 헛지는 불가능하지만, 재원조달 융통성 부여</li> <li>• 보수적인 시각에서 위험을 검토할 수 있음</li> </ul>                                                                                                                                                                                    |
| 시장성 위험 | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 금융기관, 건설회사의 의사결정 참여로 위험 완화</li> <li>• 상업면적, 분양가격·평형·시기, 임대료, 선분양 용도 등 조정</li> </ul>                                                                                                                                                                     |
| 사업 위험  | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 시행주체의 공신력 제고와 재원조달의 안정성 및 투명성 확보</li> <li>• 사업비용 통제, 금융구조 현실화, 대출일정의 탄력적 조정</li> <li>• 부동산 취득등록세 감면과 법인등록세 증과세 예외 등, 사업비용 절감효과</li> <li>• 일반 PF사업보다 토지비 상승에 취약하여 풋옵션 등 Exit방안 확보 필요</li> </ul>                                                          |
| 사업 주체  | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 최소자본금요건, 현금흐름 통제, 금융기관/시공사 참여 등 사업주체 내실화</li> <li>• 시행사의 초기자본금 회수/유용/횡령 방지, 엄격한 회계실사 실시</li> <li>• PM을 통한 공사비 증액 및 과기성청구 통제, 감리 강화, 준공위험 완화 등</li> <li>• 주요 테넌트 조기 유치로 PF안정성 확보, 체계적인 상업시설 구성 및 활성화</li> </ul>                                          |
| 채무 위험  | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 각종 세제혜택으로 매출액 대비 3%, 세후순이익의 기준으로 20~30%의 수치개선</li> <li>• 개선된 사업수익은 대출원리금 상황재원으로 PF안정성을 높이게 됨</li> <li>• 금융기관의 주주 참여로 분양 내지 임대위험 완화로 현금흐름 예측가능성 제고</li> <li>• 자산투자자 내지 자산선매입자 확보로 분양위험 완화</li> <li>• 금융기관의 주주 참여는 Take-Out 금융의 조달가능성을 높일 수 있음</li> </ul> |
| 채권 보전  | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 대리은행이 PFV대표이사 겸직시 시행권 확보 등 사후관리 수월</li> <li>• AMC에 관리이사 파견시 시행사의 사업비 전용, 운영비 통제 가능</li> <li>• 금융기관의 참여 의무화로, 1인 주주의 폐해를 미연에 예방할 수 있음.</li> </ul>                                                                                                        |

한편으로, PFV제도는 여러 시행사에서 발견되는 1인 주주 또는 소수 과점 주주의 폐해를 예방하기에 상당히 효과적이다. 필리핀에 추진중인

모 사업의 경우, 대주단이 대표이사 파견, 법인인감 관리, 이사진 선정 등의 등을 통하여 공사 및 분양 전과정과 사업비 사용을 근본적으로 통제하였고, 이는 사업초기 대출안정성 확보에 크게 기여하였다. 하지만, 사업주가 주금납부시 벌린 사적 채무의 상환을 위하여 사업비 전용을 시도하면서, 1인 주주총회를 통한 대표이사 해임 및 본인의 대표이사 취임, 대주단이 선정한 이사진의 해고, 법인인감의 일방적 변경 등이 일사천리로 진행되었다. 이는 대주단과 갈등을 빚게 되고, 대출의 기한의 이익 상실 사유를 구성하게 된다. PFV는 금융기관의 주주참여가 의무화되므로, 이사회 의결, 주주총회 소집 및 그 안건을 대리는 행이 사전에 인지할 수 있게 되므로, 위와 같은 극단적인 사례를 미연에 방지하는 효과가 있다.

전술하였던 주요 위험항목별로 PFV의 부동산 개발사업의 위험완화효과를 정리하면 앞페이지의 <표 5>와 같다.

## 2. PFV 운영의 제도적 문제점과 현실적 제약 요인

PFV제도가 부동산개발사업에 보다 광범위하게 활용된다면, <표 5>에서 설명하는 PFV의 사업주체 관련 위험완화로 인해서 부동산PF대출의 부실을 감소시키는데 크게 기여할 것이다. 이를 위해서는 사업주체인 시행사들의 적극적인 PFV 참여가 무엇보다 중요한데, 통상적으로 시행사의 자기자본이 총사업비의 3~4%에 불과하고, 이마저도 각종 사업비 명목으로 조기에 회수해가는 현실에서, 설립자본금 50억원과 PFV 및 AMC에 대한 대주단 통제의 강화는 시행사로 하여금 PFV사업에 소극적이게 만든다. 따라서, 향후 금

융당국에서는 전 금융기관들에게 일률적으로 일정 규모 이상의 PF를 취급할 경우 반드시 PFV형태로 진행하면서, PFV 대표이사의 겸직, AMC 관리이사의 파견, PM사 선정시 대주단 합의 등을 의무화하는 것을 고려할 필요가 있다.

또한, 개발사업에서는 자기자본 조달규모가 클수록 그리고 부채비율이 높아질수록 PF조달안정성을 위해서 금융기관 또는 시공사의 PFV 지분참여 필요성이 현격하게 증가한다. 따라서 PFV 활성화를 정책적으로 지원하면서도 대출 안정성을 확보하기 위해서 현행 최소 50억원으로 일률 설정된 최소자본금 규모를 하향조정하되, 대출금 규모가 클수록 사업안정을 위하여 현행 5% 이상인 금융기관의 의무지분비율을 높이는 방안을 강구할 필요가 있다. 예를 들면, 대출금 100억원 미만은 10% 이상, 100~200억은 15% 이상, 200~500억원은 20% 이상, 500억원 이상인 경우는 25% 이상 등으로 유연하게 규정하는 것이 필요하다. 금융기관의 지분율이 높아질 경우 위험분산을 위해서 자기자본의 신디케이션(Equity Syndication)을 시도하게 되고, 이는 여러 금융기관들이 중첩적으로 사업성을 검토하여 사업위험을 완화하는 장점이 있다.

한편, 금융기관의 PFV 투자도 적극적으로 유도할 필요가 있다. 현재 비금융자회사에 대한 금융기관들의 출자제한(은행·보험회사는 의결권 있는 주식의 15% 초과 취득 제한, 종합금융사는 자기자본을 초과하는 유가증권 투자 금지 등)이 PFV 투자시에는 예외 또는 완화될 필요가 있다. 또한, 금융기관들이 직접출자로 인한 문제들(지분율 제한 및 장기무수익자산 발생)을 피하기 위하여 펀드 등을 통하여 간접출자할 경우 발생하는 여러 문제들을 제도적으로 완화해 줄 필요가 있

다.<sup>16)</sup> 현행 법인세법 시행령 61조 제②항 제1호 내지 제12호, 제21호 및 제34호가 규정하는 14개 금융기관에 펀드가 해당되지 못하기 때문에, PFV 설립시 금융기관의 간접투자를 제약하는 요인이 되고 있다. 따라서, 상기 14개 금융기관이 PFV 출자 목적으로 설립한 투자도구(Investment Vehicle) 역시 PFV가 인정하는 금융기관으로 포함되도록 고려하여야 한다.

끝으로, PFV사업이 주로 공모형 PF사업을 위주로 발전하여 왔기 때문에, 현재의 공모관행에 대해서 몇 가지 문제점을 지적하고자 한다. 무엇보다 토지가격 위주의 평가기준이 개선되어야 할 것으로 보인다. 공모사업에서 우선협상대상자를 선정할 때 일반적으로 사업계획과 토지비용을 합산하여 순위를 정하는데, 대부분 높은 토지가격을 제시하는 컨소시엄이 승리하게 된다.<sup>17)</sup> 이로 인한 사업위험 악화에 대해서는 전술한 대로이고, 발주기관은 사업계획 평가시에 준공후 상업부동산 투자자, 운영업체 또는 주요 테넌트의 참여수준을 면밀하게 검토함으로써 사업위험 완화를 지원할 필요가 있다. 또한, 공모기간을 현행처

럼 공고로부터 3개월 내에 마감하는 것 역시 개선되어야 한다.<sup>18)</sup> 연면적 수십만 평, 사업비 수조 원대 규모의 사업들을 3개월 만에 개발계획, 재원조달방안, 테넌트 모집 등을 거쳐서 사업계획서를 제출하라는 것은 사실상 공모시부터 사업의 부실화를 유도하는 행태라 할 수 있다. 대부분의 재무 및 전략적 투자자들은 사업성에 대한 가능성 없이 사업서류에 도장을 찍을 수밖에 없고, 따라서 이들은 건설투자자들의 이면계약 등을 통하여 투자불이행시의 면책 또는 투자수익 보장 등을 요구하고 있어서, 결과적으로 건설사들의 부담을 가중시키게 된다.<sup>19)</sup> 발주기관이 무리한 공모일정을 강요하기 보다는 참여사들 사이에 투자 및 대출조건에 합의를 이룰 수 있는 합리적인 시간을 보장하는 것이 사업의 원활한 추진을 위해서 바람직할 것이다.

## V. 결론

SPC의 이중과세문제 해결과 개발금융의 투명

- 16) 은행 등이 펀드 등을 통하여 간접투자할 때 상장회사 주식이면, BIS 위험가중치 산정시 400%를 적용함.
- 17) 일례로써, 용산역세권 국제업무단지 개발사업의 경우, 당선된 컨소시엄이 철도공사 부지 107,839평에 대해서 지급하는 토지가격만 8조원(평당 7,418만원)이고, 건교부와 재경부가 소유한 국유지 35,332평과 서울시와 용산구가 소유한 9,177평 역시 비슷한 보상수준이 적용될 것으로 보인다. 감보율을 50% 정도 가정할 경우 이 단지의 대지 한 평당 가격은 1억 5천만원에 육박하는데, 이는 향후 동 단지와 동시에 개발할 예정인 서부이촌동 일대의 토지가격 역시 앙등시키게 되었고, 결과적으로 주변지역 및 용산 일대의 토지가격을 부추기는 결과를 가져오게 되었다.
- 18) 가장 극단적인 사례로, 용산 국제업무단지 개발사업의 경우 공모에서 마감까지 불과 2개월이 허용되었다.
- 19) 이런 투자결정이 특히 문제가 되는 것은 우선협상대상자로 선정된 이후이다. 금융기관으로서는 당선여부가 불투명한 상태에서 미리 PF구조와 대출조건을 결정하는 것이 현실적으로 쉽지 않으므로, 당선 후 단시간 내에 사업협약, 주주협약, 자금납입 등이 진행되는 공모형 PF사업에서 투자에 대한 내부의 신속한 의사결정은 적지 않은 부담이 된다.

화 및 활성화를 위해서 2004년 정부가 도입한 PFV 제도는 현재까지 세제혜택 등의 정책에도 반영에는 나름대로의 성과가 있다고 하겠다. 특히 부동산의 취·등록세 감면에 따른 사업수지의 민감도가 높고, 사업의 장기운영이 강조되는 공모형 PF사업의 경우 이중과세문제가 현실적으로 첨예하기 때문에, 대부분의 사업에서 PFV가 적극적으로 활용되고 있는 실정이다. 민간의 개발 사업에서도 모기업의 재무구조 개선 및 부외금융 효과에 대한 이해, 그리고 취·등록세의 절세 등의 장점을 이해하면서, 그 활용이 점차로 증가하고 있다.

본 연구에서는 향후 부동산개발사업의 원활한 추진을 위하여 리스크 회피방안으로서 PFV의 역할과 이를 위한 문제점 및 개선방안에 대해 살펴보고자 하였다. PFV는 사업을 주도하는 시행사 또는 건설투자자 뿐 아니라, 재무투자자의 참여로 인한 PF조달가능성을 제고하고, 유통·호텔·상업부동산투자자 등 전략적 투자자들이 초기부터 사업에 참여하여 사업리스크를 분담하여 사업진행의 효율성을 증대한다는 측면에서 그 순기능을 인정할 수 있다. 또한, 금융기관의 참여로 면밀한 사업성검토 및 보수적인 분양가격과 임대료가 설정되는 점, 설계의 중요성 및 그 질이 높아지는 점, 사업주체의 내실화와 엄격한 자금관리의 실현, 기관투자자들을 통한 상업부동산의 선택매입 가능성이 높아지는 점, 사업비용, 특히 공사비 및 부대비용을 유효하게 통제가능한 점, 운영주체의 수준을 높이는 점, 신용도 및 시공능력이 우수한 시공사들의 참여 및 신용보강이 가능한 점 등은 사업위험의 헛지 뿐 아니라 PF의 상환가능성을 높인다는 측면에서도 매우 긍정적이다. 한편, PFV 활용경험을 가진 금융기관들은 자본

구성의 안정성 확보와 자금 유용의 원천적 통제, 채무불이행시 사후관리의 용이성, 회계법인을 통한 자산실사와 관리이사 파견을 통한 사업비 통제로 투명한 사업자금 관리가 가능한 점 등 여러 장점을 발견하였고, 사업 전과정을 객관적으로 진행함으로써, 1인 주주의 폐해 등 도덕적 해이의 가능성을 줄일 수 있는 부수효과를 이해하게 되었다. 시공사들 역시 단순시공에서 벗어나 지분참여를 통한 시행이익의 투명한 분배구조를 확보할 수 있을 것이다.

전술한 긍정적인 부분 이외에, PFV가 유효한 투자도관체로 활용되기 위해서는 시행사들의 적극적인 참여를 유도할 필요가 있다. 금융당국에서 부동산PF취급지침의 형태로 전 금융기관들이 일정 규모 이상의 대출금액 취급시 반드시 PFV 형태로 진행할 것을 규제할 필요가 있다. 이 경우, 대리은행의 PFV 대표이사 겸직, AMC 관리이사의 파견, PM사 선정시 대주단 합의 등도 함께 규정한다면 보다 효과적으로 사업위험을 저감할 수 있을 것이다. 일률적으로 정해진 설립자본금 규모 역시 하향조정할 필요가 있으며, 사업규모가 커질수록 자금조달의 안정성을 높이기 위하여 금융기관 의무지분비율을 누진적으로 높이는 방안도 고려해 볼 필요가 있다. 그리고, 금융기관의 PFV 투자를 유도하기 위해서 제도적으로 금융기관들의 출자제한과 펀드를 통한 간접출자에 보다 유연한 제도적 지원의 필요성이 있다. 끝으로, 공모형 PF사업의 경우, PFV가 설립된 이후 원활하게 사업을 추진하기 위해서 토지가격 위주의 평가기준 개선, 운영주체 또는 테넌트들의 참여수준 검토, 공모기간의 현실화 등이 절실하다고 하겠다.

본 연구는 현재 우리나라 개발사업 추진을 위해

유용한 도구로서 활용되고 있는 PFV의 추진 사례를 통해 SPC와의 차이점을 밝히고 실제 운영상의 문제점을 도출하고자 하였다. 그럼에도 추진 사례가 많지 않고, 따라서 보다 정밀한 사례비교를 통해 객관적이면서도 보편적인 문제점과 개선방안을 도출하는 데는 일정한 한계가 있었음을 밝히고자 한다. 그럼에도 앞으로 더욱 적용사례가 많아질 것으로 예상되는 PFV의 운영과 이를 위한 유용한 시사점을 제시하였다는 점에서 본 연구의 의의가 있다고 할 수 있다.

논문접수일 : 2008년 09월 09일

최종수정일 : 2008년 12월 17일

게재확정일 : 2008년 12월 28일

## 참고문헌

1. 김승규, “부동산관련 특수목적회사(SPC)에 관한 연구 -PFV(프로젝트금융투자회사)를 중심으로-”, 2005, 건국대학교 대학원 석사학위논문.
2. 김영상, “공공-민간합동형 PF사업의 개념 검토 및 활성화 방안에 관한 연구”, 한국부동산분석학회 2007 추계 학술대회, pp.15-32.
3. 김 진, “PFV(Project Finance Vehicle)의 발전 동향과 사례분석”, 한국부동산분석학회 2007 추계 학술대회, 2007a, pp.1-12.
4. 김 진, “민간개발에도 PFV방식 도입”, 한국주택협회, 「주택과 사람들」6월호, 2007b, pp. 32-35.
5. 김 진, “자기자본의 조달, 투자형태”, 세종대학교 도시부동산대학원, 수업자료(미출판), 2008.
6. 민태욱·이용만, “부동산 투자에 있어서 Limited Partnership 제도의 도입에 관한 연구”, 「부동산연구」, 제8집 제2호, 2002, pp.55-67.
7. 백인길, ‘공모형 개발사업의 특징 -공모지침서를 중심으로-’, 한국부동산분석학회 2008 춘계 학술심포지엄, pp.1-18.
8. 서후석·손진수, “부동산개발사업에 있어서 도관채(Conduit)의 활용에 관한 연구 -도관채 활용사례를 중심으로-”, 「부동산학연구」, 제13집 제1호, 2007, pp.49-65.
9. 송민석·송정숙·최준철, 「실무자가 쓴 PFV 해설」, 부연사, 2007
10. 심교언, “공모형 개발사업의 당선자 특성분석”, 한국부동산분석학회 2008 춘계 학술심포지엄, pp.47-70.
11. 오동훈, “공모형 개발사업의 배점 및 평가방식”, 한국부동산분석학회 2008 춘계 학술심포지엄, pp.19-46.
12. 이승태, “공모형 PF사업의 특성 및 사업성평가의 주요 요소”, 한국신용정보, 「Rating Methodology」, 2008.8
13. ㈜엠코, 「대형 복합개발사업의 공모동향과 발전방향에 관한 연구」, 2008
14. Denton Wilde Sapte, *A Guide to Project Finance*, London; UK, 2004.
15. Martimort, David and Jeromy Pouyet, “To build or not to build: Normative and positive theories of public-private partnerships,” *International Journal of Industrial Organization*, Vol. 26 Iss. 2, 2008, pp.393-411.
16. Nevitt, Peter K. and Frank J. Fabozzi, *Project Financing* 6th Eds, Euromoney Publications, London; UK, 1995.
17. Tinsley, Richard, *Advanced Project Financing -Structuring Risk-* 1st Ed., Euromoney Publications, London; UK, 2000.